

# Paretos aktuelle

## Nyhetsbrev for pensjonskasser

August 2024

### Økende uro. Hvordan er pensjonskassene posisjonert?

Vi har nå oppdatert Paretos pensjonskassedatabase. Den viser hvordan pensjonskassene har innrettet sine investeringer og sin risikostyring – og at det er til dels store individuelle forskjeller.

### SBTi – reviderte kriterier for finansinstitusjoner

Science-Based Targets initiative (SBTi) oppdaterte nylig kriteriene for finansinstitusjoner (FIs) for å sikre at deres kortsiktige mål er robuste, omfattende og i tråd med de nyeste klimakravene.

### Oppdatering aktuelle Pareto-fond

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



Warren Buffett er posisjonert for et markedsfall. Hvis vi får det, er ikke alle norske pensjonskasser like godt rustet.

## Månedens finansielle

# Økende uro. Hvordan er pensjonskassene posisjonert?

Paretos investorforbilde, Warren Buffett, forbereder seg på ruskevær. Aldri har hans investeringsselskap Berkshire Hathaway hatt en større kontantbeholdning. I år har han blant annet solgt over halvparten av sin største enkeltposisjon, Apple. Buffett har ved tidligere krisesituasjoner profitert på å ha god likviditet. Dersom vi får en ny større markedsnedgang, er han på nytt forberedt til å kjøpe billige aksjer.

De norske pensjonskassene har selvfølgelig ikke den samme fleksibiliteten. Men de synes også å være trofaste til en fast strategi, med lite aktiv endring av risiko i porteføljen. Hvordan er pensjonskassene posisjonert for å håndtere en større markedsnedgang, slik Buffett kan se ut til å ta høyde for?

Stresstesten fra Finanstilsynet er et godt hjelpemiddel for å overvåke risikotagningen. Denne bør likevel suppleres med andre risikobetraktninger. Som vi viser nedenfor, kan stresstesten til dels være unyansert og i noen grad gi et misvisende bilde av reell risiko. For eksempel likebehandles aksjer med høy og lav beta i stresstesten. I tidligere utgaver av Paretos Aktuelle har vi påvist at valutasikring av aksjer har økt risikoen for en norsk investor, og forklart hvorfor det er logisk å vente nettopp dette. Stresstesten behandler derimot valutasikrede aksjefond som risikoreducerende tiltak.

Over sommeren har vi oppdatert Paretos pensjonskassedatabase med tall for 2023. Vi bruker derfor databasen til å diskutere pensjonskassenes risikotagning, men først litt generell statistikk for fjoråret.

### Generell oversikt

Databasen søker å gi en oversikt over samtlige norske pensjonskasser. Pr. utgangen av 2023 omfatter dette 74 pensjonskasser, hvorav 22 offentlige ordninger og 52 private. Tre private kasser har blitt avviklet og tatt ut av vårt datagrunnlag fra foregående år.

Samlet kapital i disse ordningene ved utgangen av 2023 var rett under 490 milliarder kroner. Av dette utgjorde kapitalen i de offentlige kassene 206,4 milliarder (42 %), og kapitalen i de private ordningene 283,4 milliarder (58 %). Til sammenligning utgjorde kapitalen i livordninger som Oslo Pensjonsforsikring og KLP henholdsvis 137 og 787 milliarder kroner.

### Avkastningstall for 2023

For 2023 noterer vi en gjennomsnittlig (kapitalvektet) verdijustert avkastning på 7,7 prosent for disse 74 pensjonskassene. Gjennomsnittet for de private ordningene var på 7,8 prosent, mens gjennomsnittet for de offentlige kassene var på 7,4 prosent. Dette ligger for eksempel godt over avkastningen til livselskapet KLP, som rapporterte 6,2 prosent avkastning.

Ved inngangen til 2023 hadde livselskapet KLP en total balanse på 710 milliarder kroner. Dersom avkastningen på denne kapitalen hadde vært 7,4 prosent som for de offentlige kassene, og ikke 6,2 prosent som KLP fikk, snakker vi om en forskjell på 8,5 milliarder kroner. Dette er et øyeblikksbilde, men tallene viser typen utslag som kan forekomme. Med slike differanser over perioder på 10 og 20 år gir dette titalls milliarder i mulige kostnadsbesparelser for bakenforliggende sponsorer.

Gjennomsnittstallene skjuler en betydelig variasjon mellom kassene. Den private pensjonskassen med høyest avkastning i 2023 kom ut med et tall på 12,4 prosent, mens den svakeste private ordningen hadde negativ avkastning.

Også blant de offentlige kassene var det store variasjoner. Den beste offentlige ordningen kom ut med en avkastning på 10,5 prosent. De to offentlige ordningene med svakest avkastning noterte 5,4 prosent.

### Allokeringsendringer 2022-2023

På overordnet basis ser det ut til å være marginale endringer i pensjonskassenes porteføljer fra 2022 til 2023. Det virker som aksjeandelen stort sett holdes på et fast nivå, med en beskjeden gjennomsnittlig økning fra 30 til 31 prosent. Andelen for de offentlige kassene økte fra 25 til 27 prosent, mens den økte fra 33 til 34 prosent for de private. Den positive avkastningen i 2023 har også medført økt bufferkapital, slik at økt aksjeandel i seg selv ikke tilsier høyere risikotagning i ordningene.

Av andre typer aktiva for den samlede pensjonskassebalansen finner vi at renteandelen er holdt konstant på 56 prosent mellom 2022 og 2023, mens andelen i eiendomsinvesteringer er redusert fra 10 til 9 prosent. Andelen private equity er også så å si uendret på rett over 2 prosent.

Disse overordnede tallene kan tyde på at pensjonskassene er disiplinerte og holder risikoen på et relativt fast nivå med rebalansering av porteføljene. Målt i kroner innebærer dette likevel en viss økning av risiko, da investert kapital har økt med om lag 10 prosent.

Et mer markert skifte i allokering finner vi på underordnet nivå, spesielt i rentedelen av porteføljene. Pensjonskassenes andel av hold-til-forfall obligasjoner økte fra om lag 7 prosent ved utgangen av 2022 til 16 prosent ved utgangen av 2023. Her er det enkelte store pensjonskasser som står for det største bidraget.

Den viktigste finansieringskilden til en økt andel hold-til-forfall er en reduksjon i porteføljer kategorisert som utlån og fordringer fra om lag 12 prosent i 2022 til 3 prosent ved utgangen av 2023. Alt i alt innebærer dette en videreføring av andelen ført til amortisert kost.

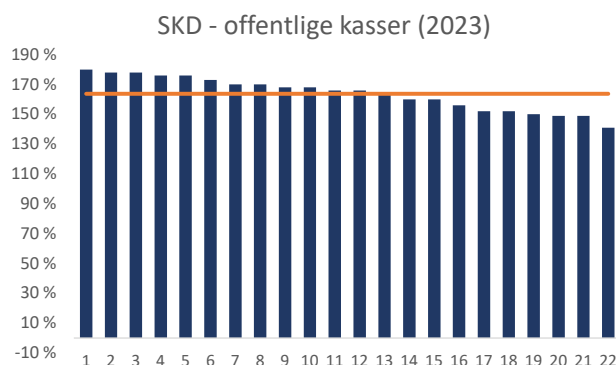
I aksjedelen av pensjonskassenes porteføljer finner vi at andelen i norske aksjer falt fra ca. 31 prosent i 2022 til 27 prosent i 2023.

Over de siste par årene har vi i Paretos Aktuelle ved flere anledninger diskutert den implisitte risikoen i valutasingningsposisjoner. Her kan det virke som det er noe bevegelse i pensjonskassemassen, da andelen i usikrede globale aksjefond har steget mer enn andelen i valuta-sikrede fond. Like fullt ligger en stor andel av den globale aksjeporteføljen i valutasikrede fond. Dette mener vi kan forsterke et verdifall gitt et større fall i aksjemarkedene.

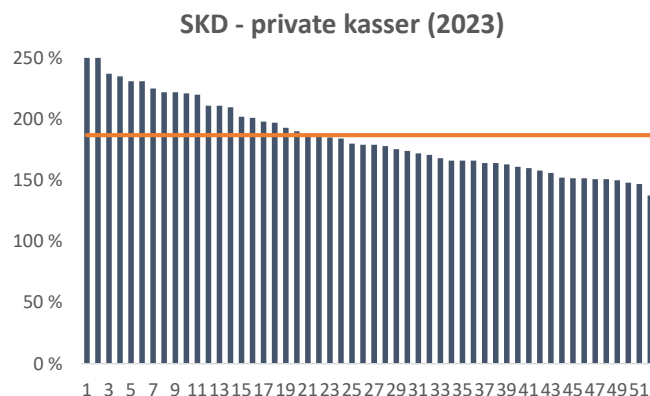
### Solvenskapaldekning (SKD)

En relativt fast aksjeandel i kombinasjon med økt andel bufferkapital tyder på at den samlede risikotagningen for pensjonskassene har blitt noe redusert. Den samme antydningen får vi når vi studerer solvenskapitalen. Som et likevektet snitt finner vi at SKD-tallet har økt fra 172 prosent i 2022 til 180 prosent i 2023.

Samtidig som vi konstaterer noe mer forsiktig risikotagning blant pensjonskassene i sum, er det variasjon fra kasse til kasse. Grafene nedenfor viser SKD-tall for henholdsvis de offentlige og de private ordningene.



Gjennomsnittlig SKD for de offentlige kassene var 164 prosent, mens SKD varierte fra 180 prosent ned til 141 prosent. For de private kassene var gjennomsnittet 187 prosent, mens SKD varierte mellom 291 prosent og 138 prosent. Av dette ser vi at de fleste private kassene holder en mer forsiktig risikoprofil enn de offentlige, til tross for noe høyere aksjeandel. Gjennomsnittlig SKD for de private kassene (187 %) lå høyere enn høyeste SKD for de offentlige (180 %). Kun ni av de 52 private ordningene hadde lavere SKD enn gjennomsnittet for de offentlige på 164 prosent.



Vi lar det være opp til pensjonskassenes rådgivere å gi konkrete anbefalinger om allokering og risikotagning, men fra vår side synes et gjennomsnittlig SKD-tall på 164 prosent å ligge noe lavt for å håndtere en full stresstest eller mer. Uten at vi finregner på det, vil en full stress gjerne føre SKD ned mot eller under 100 prosent når utgangspunktet før markedsnedgangen er rundt 160 prosent. Dersom disse ordningene ikke har tilgang på frisk bufferkapital, vil de kunne slite med å håndtere et scenario tilsvarende det Warren Buffett ser ut å ta høyde for.

### Risikotagning sett opp mot balansesoliditet

Mens SKD-tallet er et mål på hvor mye risiko pensjonskassene har i porteføljene sine, sett opp mot pensjonskassenes solvenskapital, kan det være greit å studere pensjonskassenes balanser og risikotagning hver for seg.

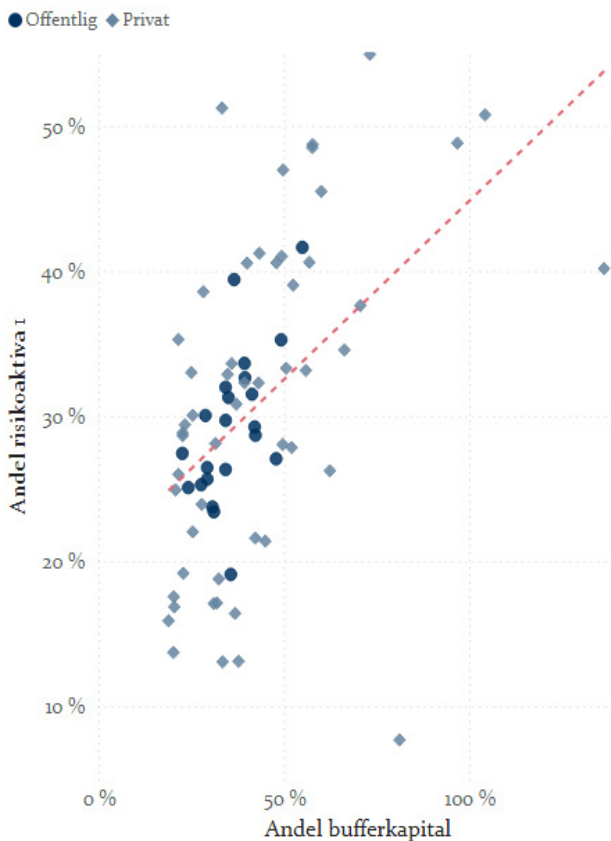
For å sammenligne balansesoliditeten på tvers av pensjonskassene, kan vi måle egenkapital og øvrig bufferkapital i forhold til premiereserven. Soliditeten til de ulike ordningene, målt etter dette nøkkeltallet, har stor variasjon. De offentlige ordningene hadde balansesoliditet mellom 25 og 60 prosent. De private kassenes balansesoliditet varierte mellom 21 og 145 prosent.

Spørsmålet vi stiller oss er i hvor stor grad risikotagningen til den enkelte er tilpasset en slik varierende grad av balansesoliditet. Dette får vi et inntrykk av i grafen nedenfor, hvor vi måler balansesoliditeten på X-aksen og aksjeandelen (inklusive private equity) på Y-aksjen. De offentlige ordningene er illustrert med mørkeblå sirkler, mens de private ordningene er illustrert med lyseblå kvadrater.

Som vi ser, er det store variasjoner i aksjeandeler for tilsvarende nivåer av bufferkapital. Eksempelvis kan vi dra en linje opp fra en bufferkapitalandel rundt 35-40 prosent, og finner at aksjeandelene varierer mellom 13 og 51 prosent for de private kassene, og 19 og 39 prosent for de offentlige.

Det kan synes å være klare forskjeller i risikotagning ut fra denne målingen, men SKD-tallene varierer i mindre grad. For eksempel hadde den offentlige pensjonskassen med lavest aksjeandel i grafen en SKD på 156 prosent. Den offentlige ordningen med nest høyest aksjeandel i grafen (39 prosent), hadde en SKD på 150 prosent. I dette tilfellet er det snakk om 20 prosentpoeng forskjell i aksjeandel og et prosentpoeng forskjell i bufferkapitalandel. Likevel varierer SKD-tallet kun fra 150 til 156 prosent.

Forhåpentligvis bidrar dette eksempelet til å synliggjøre hvordan SKD-tallene i visse tilfeller kan tilsløre klare forskjeller i risikotagning. Databasen til Pareto Asset Management kan være et bidrag til å avdekke slike forskjeller. I en gjennomgang med den enkelte pensjonskasse vil vi kunne bistå med å identifisere utslagene for spesifikke pensjonskasser i modellen.



## Månedens ESG

# The Science-Based Targets Initiative – reviderte kriterier for finansinstitusjoner

The Science-Based Targets Initiative (SBTi) er et samarbeid som tar sikte på å drive ambisiøs klimahandling i privat sektor ved å gjøre det mulig for selskapene å sette mål for utslippskutt i tråd med klimavitenskapen. Initiativets hovedmål er å hjelpe selskaper med å redusere sitt karbonavtrykk for å begrense global oppvarming til godt under førindustrielt nivå på 2°C samt gjøre det som er mulig for å nå Parisavtalens mål på 1,5°C.

SBTi oppdaterte nylig kriteriene for finansinstitusjoner (FIs) for å sikre at deres kortsiktige mål er robuste, omfattende og i tråd med de nyeste klimakravene. Disse revisjonene tar sikte på å øke transparens, ansvarlighet og beste praksis innen utslippsreduksjon. De oppdaterte SBTi-kriteriene for finansinstitusjoner introduserer betydelige endringer som sannsynligvis vil ha dype implikasjoner for sektoren, særlig på finansieringssiden. Her er noen nøkkelpunkter vi har identifisert:

### Porteføljedekning og temperaturvurderingsmål:

- Finansinstitusjoner må være pådriverne for adopsjonen av vitenskapsbaserte mål hos sine låntakere og investeringsobjekter. Målet er 100 prosent STBi porteføljedekning innen 2040.
- Temperaturmålet må tilpasses porteføljens temperaturscore med et minimumsscenario på 1,5°C. Det kreves også at reduksjonen følger en lineær utvikling mot det angitte målet innen 2040.

### Målsetningskrav:

- Målene må dekke scope 1- og 2-utslipp, og minst 67 prosent av utslipp tilknyttet utlånsporteføljen skal inkluderes i målingen. Finansinstitusjoner må også sette kortsiktige mål for relevante aktiviteter i sine porteføljer. Ikke-materielle aktiviteter kan ekskluderes, men kun opp til fem prosent av totale aktiviteter. Dette forhindrer grønnvasking og sikrer at de mest betydelige utslippene blir adressert.
- Målene må dekke minimum fem år og maksimum ti år, med en anbefaling om å bruke fjoråret som basisår.

### Bruk av karbonkreditter:

- Karbonkreditter kan ikke regnes med for å oppfylle vitenskapsbaserte mål, men kan brukes til ytterligere klimatiltak for å sikre reelle og verifiserbare utslippsreduksjoner. Dette kan være gjenstand for endringer, ettersom de nye kriteriene ble ferdigstilt før SBTis beslutning om å revidere bruken av karbonkredittmekanismer.

### Sektorspesifikk veiledning og fleksibilitet:

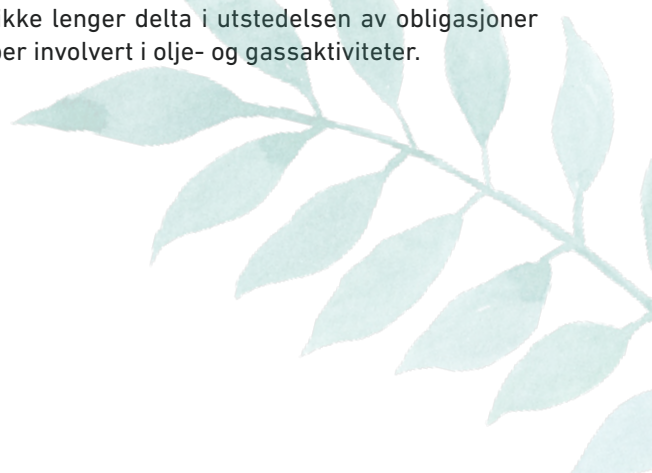
- Kriteriene gir spesifikk veiledning for forskjellige aktivklasser og typer miljøaktiviteter for finansinstitusjoner som bedriver investering, utlån og forsikring. Denne tilnærmingen erkjenner ulike utfordringer og muligheter innenfor forskjellige segmenter av finanssektoren.
- Fleksibilitet i metodene for å sette mål muliggjør bruk av de mest passende og effektive strategiene for selskapenes spesifikke omstendigheter.

### Omfavner langsiktige mål:

- Kriteriene oppfordrer finansinstitusjoner til også å utvikle langsiktige mål i tråd med den kommende Net-Zero standarden for finansinstitusjoner. Dette fremmer vedvarende innsats i arbeidet med avkarbonisering og tilpasning til de globale net-zero-målene.
- Obligatoriske måleberegninger sikrer konsistens med den nyeste klimavitenskapen og beste praksis, og opprettholder relevansen og ambisjonen til målene.

Finansinstitusjoner spiller en sentral rolle i overgangen til et lavkarbonsamfunn samt har en unik posisjon til å drive meningsfull påvirkning gjennom å sette nye standarder. Klare og effektive avkarboniseringsstrategier kan få opp farten på utviklingen.

Eksempler i Europa er BNP Paribas og Crédit Agricole, som har erklært en sterk forpliktelse og klare avkarboniseringsplaner. Som en del av sine strategier vil disse institusjonene ikke lenger delta i utstedelsen av obligasjoner for selskaper involvert i olje- og gassaktiviteter.



# Månedsutvikling

## Absolutte avkastningstall pr. 30.07.2024

(Annualisert for perioder > 1 år)	Absolutt avkastning				Absolutt risiko			
	Hiå.	3 år	5 år	Fra oppstart	St.avvik 5 år	St.avvik oppstart	Oppstart dato	SFDR
Pareto Likviditet C	3,8 %	3,8 %	2,8 %	3,4 %	0,7 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	4,8 %	4,4 %		3,8 %		1,7 %	11.11.2019	Art.8
Enter Klimatfokus Renta D	3,7 %	2,4 %	2,0 %	1,9 %	2,7 %	2,5 %	14.12.2018	Art.9
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	5,7 %	5,6 %	5,0 %	5,0 %	8,9 %	7,4 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	3,1 %	2,1 %	2,8 %	2,7 %	7,6 %	6,2 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Aksje Norge I	14,4 %	12,0 %	13,2 %	12,5 %	19,1 %	18,7 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	18,8 %	13,4 %	17,7 %	12,1 %	13,4 %	14,2 %	31.12.2007	Art.8

Inception for I-klassen er 2017-05-15. Bruker B-klasse tall fra oppstart, siden det er historikk fra 2015

Inception for I-klassen er 2021-09-23. Bruker D-klasse tall for 5 års historikk og fra oppstart, siden det er historikk fra 2015

## Relative avkastningstall pr. 30.07.2024

(Annualisert for perioder > 1 år)	Relativ avkastning				Relativ risiko		
	Hiå	3 år	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	0,6 %	5,1 %	2,4 %	3,1 %	6,6 %	8,6 %	OSEFX
Pareto Global I	-3,2 %	-1,3 %	0,6 %	0,4 %	5,5 %	6,0 %	NDDUWI

TE = Tracking Error. OSEFX = Oslo Børs Fondsindeks. NDDUWI = MSCI World Index (ikke valutasikret)

# Fondskomentarer og nøkkelinformasjon

Fond		SFDR klassifisering	Månedrapport	Nøkkelinformasjon	SFDR fondserklæring
Pareto Likviditet C	Investerer i rentebærende verdipapirer tilsvarende investment grade (minimum BBB-)	art. 8	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	
Pareto Obligasjon C	Renteforvaltning basert på fundamental analyse som investerer i verdipapirer med god kredittkvalitet	art. 8	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	
Enter Klimatfokus Renta D	Aktivt forvaltet rentefond som investerer i bærekraftige obligasjoner utstedt av selskaper med god kredittkvalitet	art. 9	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	Konservativ nordisk high yield med kort rente- og kreditturasjon	art. 8	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	En pionér innen globale ESG high yield obligasjoner	art. 9	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>
Pareto Aksje Norge I	Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn	art. 8	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>
Pareto Global I	Verdiinvestor i globale høykvalitets-selskaper med ledende ESG-profil	art. 8	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>	<a href="#">Klikk her</a>

## Fagansvarlige pensjonskasser



Cato Edvardsen

+47 901 52 215



Alex Madsen

+47 932 08 107



Finn Øystein Bergh

Sjeføkonom og -strateg

### Disclaimer | Viktig informasjon

- Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets/porteføljens risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.
- Eventuelle tegnings- og innløsningshonorarer er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for våre fond, honorarene vil kunne påvirke avkastningen negativt.
- Med mindre annet er oppgitt har eksemplene ikke hensyntatt eventuell skatt som vil kunne påhvile produktet og/eller kunden. Den skattemessige virkningen avhenger av den enkelte kundens individuelle situasjon og kan komme til å endre seg.
- Forventninger om fremtidig avkastning kan ikke anvendes som en pålitelig indikator for fremtidig avkastning. Slike forventninger har ikke hensyntatt effekten av inflasjon og skatt, som vil slå negativt ut i reelle termer.
- Dette er markedsføring. Dette er ikke et kontraktsmessig bindende dokument. Vennligst se fondets prospekt og ikke baser investeringsbeslutningen kun på informasjonen i dette dokumentet.
- Fondenes nøkkelinformasjon, fullstendig prospekt og års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på [www.paretoam.com/fondsrapporter](http://www.paretoam.com/fondsrapporter).
- Pareto Asset Management AS søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne presentasjonen er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i presentasjonen reflekterer Pareto Asset Management sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette kan bli endret uten varsel. Denne presentasjonen skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. Pareto Asset Management påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av denne presentasjonen.
- Kilden er Pareto Asset Management AS med mindre annet er oppgitt.

#### Oslo

Dronning Mauds gate 3  
t: +47 22 87 87 00  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)

#### Stockholm

Regeringsgatan 48  
t: +46 8 402 53 78  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)

#### Frankfurt

Gräfstrasse 97  
t: +49 69 333 98 35 20  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)

#### Zürich

Bahnhofstrasse 67  
t: +41 78 220 93 13  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)